

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: B200112016

UDC \_\_\_\_\_

厦门大学

博 士 学 位 论 文

股票市场与企业投融资行为：对中国上市  
公司的若干实证研究

Stock Market and Firms' Financing and Investment  
Behavior: Empirical Studies of Chinese Public Companies

黄 伟 彬

指导教师姓名: 张 馨 教授

专 业 名 称: 财 政 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩日期: 2008 年 6 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2008 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在          年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期：          年    月    日

导师签名：

日期：          年    月    日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 内容提要

本论文主要针对两个实证问题，第一，三种主流的资本结构理论——权衡、顺序偏好和市场择时理论能够在多大程度上解释中国上市公司的融资行为；第二，股票价格的激烈波动，尤其是当这种波动并非主要由基本因素的变化所引起时，会对上市公司的真实投资产生什么样的影响。

我们对三种资本结构理论解释能力的研究是从分析上市公司的融资偏好问题开始的，这构成了本文第二章的内容。第三章是第二章的一个拓展，分析的焦点是经理的股票市场择时行为。第四章利用面板 VAR 模型分析了基本因素、Tobin's Q、净股票发行和企业投资之间的互动关系。借助脉冲反应函数和方差分解，我们试图对非理性股价波动对投资的影响程度和影响途径做出判断。第五章是结语。

本论文的主要创新（或贡献）体现在以下几方面：

第一，我们发现中国上市公司不存在所谓的股本融资偏好，这一发现与主流观点是截然不同的。本文的分析显示以往的研究之所以得到企业偏爱股本融资的结论是由于以下两个原因：一是未剔除 IPO 的影响；二是片面强调在外部融资中股本相对长期债务的突出地位。

第二，本文对比了三种主流资本结构理论对中国上市公司融资行为的解释能力，而现有的大部分研究通常只关注这三种理论中的一种或两种。我们发现，在财务杠杆的短期波动中，融资缺口和股票市场状况是不可忽视的影响因素，而在资本结构的长期演变过程中，目标杠杆扮演着更加重要的角色。

第三，我们发现非理性的股价变化虽然会通过迎合渠道对真实投资产生影响，但其作用相当有限。这一实证结果具有重要的政策含义，它意味着，面对泡沫，中央银行采取“善意忽视”的策略是恰当的，因为泡沫并不会导致资本配置的严重扭曲。

本文研究的意义体现在两方面，一是通过对西方主流投融资理论适用性的检验为将来的理论和实证研究提供线索；二是对企业微观投融资行为的分析有助于我们理解股票市场在我国经济发展过程中所扮演的角色。

**关键词：**股票市场；企业投融资；行为金融

厦门大学博硕士论文摘要库



## **Abstract**

This dissertation addresses two empirical questions. First, to what extent can the three main capital structure theories, trade-off, pecking order and market timing explain the financing behavior of Chinese public companies? Second, does fluctuation in stock price affect firms' real investment especially when changes in price aren't driven by fundamentals?

We start by exploring the financing preference of listed companies, which makes up chapter two. Chapter three is an extension of chapter two, focusing on equity market timing behavior by managers. Chapter four examines the interactions between fundamentals, Tobin's Q, net equity issuance and investment. Using impulse-response function and variance decomposition, we try to determine to what extent and by which channel that irrational stock market influences real investment. Chapter five concludes.

Our main contributions can be summarized as follows:

First, we find that the so called equity financing preference actually doesn't exist. Our analysis shows that previous studies reached such conclusion because (1) they didn't exclude the impact of IPO; (2) they overemphasized the dominant role of outside equity over long-term debt.

Second, this paper compares the relative explanatory power of three capital structure theories. We find that in the short term financial deficit and market conditions are important factors affecting leverage dynamics. However, in the long run evolution of capital structure, target leverage plays a more important role, which suggests that in the long term financing behavior of firms is more consistent with the dynamic trade-off model.

Third, we find that irrational stock price influences real investment mainly through catering channel, but its impact is rather limited. This finding has an important policy implication. It suggests that central bank should adopt a strategy of benign neglect when facing possible stock market bubbles, since bubbles don't lead to significant investment distortion.

By examining the applicability of the major investment and financing theories to Chinese public companies, this dissertation provides clues for further studies, and it also deepens our understanding of the role played by stock market in China economic development.

**Keywords:** Stock Market; Investment and Financing; Behavioral Finance

# 目录

第一章 导论 .....	1
1.1 关于选题 .....	1
1.2 研究方法和结构安排 .....	2
1.3 本文的主要创新与不足 .....	3
第二章 中国上市公司融资偏好问题的重新审视 .....	5
2.1 企业融资偏好:理论和经验证据的简要回顾 .....	5
2.2 实证方法和数据 .....	9
2.3 实证分析结果 .....	12
2.4 小结 .....	21
第三章 市场择时与资本结构 .....	22
3.1 股票市场状况与企业外部融资选择 .....	22
3.2 市场择时对资本结构的影响 .....	25
3.3 小结 .....	30
第四章 非理性股价与企业投资行为 .....	31
4.1 非理性股票价格与企业投资:理论和经验证据的回顾 .....	31
4.2 数据与计量模型 .....	34
4.3 实证分析结果 .....	36
4.4 小结 .....	45
第五章 结语 .....	48
参考文献 .....	50
致 谢 .....	56

厦门大学博硕士论文摘要库

## Contents

<b>Chapter1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 Motivations .....	1
1.2 Methodology and Structure of the Paper.....	2
1.3 Main Contributions and Limitations .....	3
<b>Chapter2 A Re-examination of Financing Preference of Chinese Public Companies .....</b>	<b>5</b>
2.1 Firm Financing Preference: Review of Theories and Evidence .....	5
2.2 Empirical Method and Data .....	9
2.3 Empirical Findings.....	12
2.4 Summary.....	21
<b>Chapter3 Market Timing and Capital Structure.....</b>	<b>22</b>
3.1 Stock Market Condition and External Financing Choices .....	22
3.2 The Impact of Market Timing on Capital Structure .....	25
3.3 Summary.....	30
<b>Chapter4 Irrational Stock Price and Firm Investment.....</b>	<b>31</b>
4.1 Irrational Stock Price and Firm Investment: Review of Theories and Evidence.....	31
4.2 Data and Empirical Method .....	34
4.3 Empirical Findings.....	36
4.4 Summary.....	45
<b>Chapter5 Concluding Remarks.....</b>	<b>48</b>
<b>References .....</b>	<b>50</b>
<b>Acknowledgement .....</b>	<b>56</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 导论

### 1.1 关于选题

本论文源于对以下两个问题的思考，第一，三种主流的资本结构理论——权衡、顺序偏好（pecking order）和市场择时理论（market timing）能够在多大程度上解释中国上市公司的融资行为；第二，股票价格的激烈波动，尤其是当这种波动并非主要由基本因素的变化所引起时，会对上市公司的真实投资产生什么样的影响。

我们对三种资本结构理论解释能力的研究是从分析中国上市公司的融资偏好问题开始的。在已有的实证研究中，一个被普遍接受的观点是，企业偏好股本融资。由于传统的静态权衡和顺序偏好理论很难对此做出令人满意的解释，许多学者将这一现象归因于中国特殊的金融制度环境，尤其是独特的股票市场制度安排。但是，我们也注意到，所谓的股本融资偏好现象并非只存在于中国，Singh 和 Hamid（1992）及 Singh（1995）<sup>[1-2]</sup>在对二十世纪八十年代若干发展中国家大型上市公司融资行为的分析中也发现了类似的情况<sup>①</sup>，这提醒我们除了制度因素之外，也许还有更为基础的力量在驱动着中国上市公司的融资行为。那么可能的驱动力是什么呢？为回答这一问题，有必要对上市公司的融资偏好现象进行更为系统和深入的实证分析。

在对中国上市公司投资行为的研究中，一个经常被提及、但又很少付诸实证检验的问题是，非理性股市可能给资本配置带来的不利影响。许多学者相信，在大部分时间里，中国上市公司的股价严重偏离了其基础价值（Wong, 2006; Allen, Qian, and Qian, 2005）<sup>[3-4]</sup>，但这是否必然导致企业投资行为的严重扭曲呢？如果股票被高估，经理也许会对盈利前景做出过于乐观的预测，或者低估了股本成本，这二者都将造成企业的过度投资。然而，如果经理意识到当前的高股价是不现实的，从股东的长远利益出发，其投资决策的依据就不会是推断自股价的信息，而更可能是其自身对基本因素的评估，经理也许会选择在此时

<sup>①</sup> 所分析的国家包括：巴西、印度、约旦、韩国、马来西亚、墨西哥、巴基斯坦、泰国、土耳其和津巴布韦，这些国家的金融制度安排存在很大差异。

发行股票，但所得的资金不一定会投入那些净现值为负的项目，而可能用于累积现金、偿还债务、或者投资于定价合理的证券。因此，股价的非理性波动究竟会不会影响真实投资，其程度如何，同样是一个需要通过实证回答的问题。

本文的意义体现在两方面，一是通过对西方主流投融资理论适用性的检验为将来的理论和实证研究提供线索；二是对企业微观投融资行为的分析有助于我们理解股票市场在我国经济发展过程中所扮演的角色。

## 1.2 研究方法和结构安排

本论文以实证分析为主，我们始终关注的一个焦点是，如果市场并非有效，股票价格偏离了其基础价值，那么企业经理的财务决策将会受到什么影响，从这个意义上讲，本文的研究属于行为公司金融学（behavioral corporate finance）的范畴。在分析中国上市公司的融资偏好现象时，我们大量借鉴了国外最近几年关于财务杠杆动态调整和市场择时的研究成果，其中 Frank 和 Goyal（2003）和 Baker 和 Wurgler（2002）<sup>[5-6]</sup> 对本文的影响最大。在对企业投资行为的分析中，我们使用了面板向量自回归（panel VAR）的方法，这在很大程度上是受到了 Gilchrist 和 Himmelberg（1995，1998）<sup>[7-8]</sup> 和 Gilchrist，Himmelberg 和 Huberman（2005）<sup>[9]</sup> 研究的启示。

论文剩余部分的安排如下：第二章运用 1998-2004 年深沪两市 A 股公司的数据对融资偏好现象进行了重新审视。和以往研究不同的是，我们系统分析了融资缺口（financial deficit）对公司债务政策的影响。第三章是第二章的一个拓展，对在第二章中发现的经理股票市场择时行为进行了更深入的分析，我们尤其关注市场择时行为是否对资本结构产生了持久的影响。第四章利用面板 VAR 模型分析了基本因素、Tobin's Q、净股票发行和企业投资之间的互动关系。借助正交脉冲反应函数和方差分解，我们试图对非理性股价波动对真实投资的影响程度和影响途径做出判断。第五章是结语。需要指出的是，本文对相关文献的综述分别放在了第二章的第一节（回顾了有关企业融资偏好的研究）及第四章的第一节（回顾了有关非理性股价与企业投资关系的研究），我们认为，由于这两部分的内容相对独立，这样的安排更有利于读者理清本文的分析同现有



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库